

# Akcionářská demokracie „Czech made“

Jiří HAVEL \*

Ještě před pouhými patnácti lety jen poměrně malý počet erudovaných ekonomů podrobněji věděl, co je akciová společnost. Okrajovou problematikou byla ale tato oblast ekonomiky i pro tehdejší právníky. Ačkoli se československý socialismus mohl po celou dobu své existence chlubit několika desítkami reálně fungujících akciových společností, jejich význam v rámci ekonomiky byl spíše formální. V privatizaci a především v privatizaci kuponové se však právě akciové společnosti staly jedním z ústředních bodů hospodářské reformy. Od té doby prodělala „naše“ akciová společnost doslova raketový vývoj.

Pokusme se proto zamyslet nad tímto procesem a pokusme se také formulovat základní problémy v této oblasti, ať už jde o problémy minulé, nebo aktuální problémy současné. Byl to totiž právě minulý vývoj akciových společností, který formoval naši nynější situaci. Jde o základní charakteristiky společného podnikání více osob, tedy jejich rizika a rozčlenění těchto rizik na samotná rizika podnikatelská, rizika vyplývající z právních norem a ze způsobu a efektivnosti prosazování práva. Tyto skutečnosti pak významně determinují zájem investorů o naši zemi i možnosti uzavírání podnikatelských koalic, které velmi často volí právě ekonomicko-právní formu akciové společnosti. A právě v těchto oblastech můžeme dodnes najít řadu tíživých nedostatků, které se jen zvolna stávají předmětem soustředěného zájmu ekonomů a právníků.

## 1. Obecně o akciové společnosti

Akciové společnosti umožňují podnikat ve velkých rozměrech tím, že shromažďují značné prostředky na podnikání. Výhodou formy akciové společnosti je především to, že umožňuje ekonomicky mobilizovat velice široký okruh investorů. Mnoho lidí, kteří by se nikdy neodhodlali k samostatnému podnikání nebo k nějaké dodatečné ekonomické aktivitě, takto investuje své peníze do ekonomického subjektu, jehož jménem hospodářský orgán skládající se ze zvolených osob (představenstvo). Tyto osoby pak nesou stanovenou odpovědnost za zacházení se svěřeným majetkem vůči společníkům (akcionářům) a ve vymezených případech i vůči třetím osobám.<sup>1</sup> Odpověd-

\* Institut ekonomických studií FSV UK (havel@mbox.fsv.cuni.cz)

Příspěvek vznikl za podpory GA ČR, grant č. 402/03/0092.

<sup>1</sup> Odpovědnost vůči třetím osobám nesou členové představenstva např. tehdy, pokud by v důsledku jednání představenstva došlo ke škodě třetích osob a tato škoda by nebyla vymahatelná po společnosti samotné z důvodu insolvence.

nost samotných investorů je však omezena vkladem do společnosti; investor tedy riskuje jen to, co do společnosti vložil (nebo zač podíl ve společnosti od jiné osoby nabyl) a nic více. Pokud akciová společnost zkrachuje, nemohou se věřitelé se svými neuspokojenými pohledávkami automaticky obrátit na její vlastníky. Investorovi je tedy umožněna účast na podnikání subjektu, avšak jeho riziko je do značné míry omezeno. Investor také může investovat do více akciových společností, což mu umožňuje další omezení rizika: jedna akciová společnost může být neúspěšná, u většího počtu vzájemně nepropojených akciových společností je to však méně pravděpodobné.

Investor také může využít jednu z dalších výhod akciové společnosti: totiž zůstat v anonymitě a pouze se v pravý čas přihlásit sám nebo prostřednictvím jiných osob o svá práva. Anonymní vlastnictví akcií na majitele (doručitele) umožňuje mj. mobilizovat i peníze, které by jinak zahálely, protože některé osoby mají dobré důvody své bohatství nebo podnikatelské záměry příliš nepublikovat. Majetkový podíl spočívající v právech vůči společnosti je vázán na zvláštní investiční instrument: akcii. Akcie je cenný papír, který obvykle lze snadno převádět na jiné osoby. Akcie umožňují vlastnictví podniku rozdělit na libovolný počet dílů, umožňují tyto díly převádět na jiné osoby, resp. umožňují příslušný podíl v podniku zpeněžit.

Ekonomická teorie je plná poučení na téma, že není oběda, který by byl zadarmo. A tak je tomu i v tomto případě: ani akciová společnost se zdaleka neskládá jen z ideálních prvků. Výhody akciové společnosti jsou přesně vyváženy jejími nevýhodami. Oddělení investování od výkonu podnikání přináší nebezpečí masivního zneužití svěřených práv. Prostředky akcionářů mohou být zpronevěřeny manažery. Kontrola podniků ze strany akcionářů je velice obtížná. Prokázat případnou nehospodárnost není jednoduché. Anonymita vlastníků akciových společností je spojena s nebezpečím užití peněz z pochybných zdrojů až po samotné praní špinavých peněz. Rozdělení společnosti mezi více vlastníků nastoluje problém většiny a minorit. Snadná převoditelnost akcií a nutnost ochrany třetích osob může být dalším zdrojem finanční kriminality.<sup>2</sup>

Veškeré tyto otázky jsou důvodem toho, že akciová společnost je dnes ve všech zemích formálně vůbec nejkomplikovanějším způsobem podnikání. Stát zde stanoví poměrně velmi podrobná pravidla výkonu práv vlastníků a jiných zúčastněných osob, aby je tak co nejvíce ochránil před uvedenými nebezpečími. Samozřejmě nejrozsáhlejší povinnosti mají ty společnosti, které své cenné papíry veřejně nabízejí nebo jejichž cenné papíry se obchodují na veřejných trzích. Pravidla však nelze odtrhnout od způsobu jejich vymahatelnosti. Dále pak musíme rozlišovat mezi vymahatelností právní –

<sup>2</sup> Ekonomická teorie mnohé tyto problémy obecněji popisuje v rámci tzv. *principal-agent theory*. V této teorii je zkoumán vztah vlastníka/věřitele (zaměstnavatele, prostě „principála“) vůči manažerovi/zástupcovi (zaměstnanci, zástupci či smluvnímu partnerovi – „agentovi“) za situace, kdy zde existuje informační asymetrie mezi stranami tohoto vztahu. „Agent“ má totiž přístup k úplnějšímu souboru informací než „principál“ a zároveň má i jiné motivace. Otázkou tedy je, jak nastavit motivace *agenta* tak, aby byl problém co nejvíce eliminován. Pionýrské práce v této oblasti se zabývaly problematikou pojistných kontraktů (Spence – Zeckhauser, 1971), (Ross 1973). Záhy byla teorie zobecněna na teorii kontraktů s aplikací pro uzavírání smluv, správu společností, veřejnou správu, privatizaci atd.

tedy cestou, kdy se právními prostředky dosáhne např. rozhodnutí soudu a jeho vykonání vůči tomu, kdo povinnost porušil –, a vymahatelností ekonomickou – tedy závažností důsledků porušení povinností nějakým subjektem pro chování ostatních účastníků trhu: pokud takové porušení povinností nebo jen etiky podnikání znamená vyloučení subjektu z určitého druhu ekonomických aktivit, může být ekonomická vymahatelnost (sankcionovatelnost) norem absolutní a okamžitá a předbíhá tak vymahatelnost právní. Bohužel, pokud hovoříme o vymahatelnosti, máme především na mysli onu vymahatelnost čistě právní a zapomínáme na rovinu ekonomickou, rovinu, která je zřetelně rovinou primární. V českých dějinách akciových společností tento prvek hraje velmi podstatnou roli.

V omezeních, která stát stanoví vůči akciovým společnostem, nelze pominout ani otázky daňové. V minulosti byly akciové společnosti mnohdy terčem vyššího zdanění než ostatní subjekty.<sup>3</sup> V diskuzích s právníky vyslechl autor příspěvku i argumenty v tom smyslu, že vyšší zdanění akciových společností má být kompenzací principu omezeného ručení a anonymity zdrojů (vlastnictví). Přestože to zní vcelku logicky, nenalezl ale autor podporu tohoto stanoviska ani ve starší právnické literatuře. Skutečností je, že akciové společnosti patří mezi subjekty s dvojím zdaněním, stejně jako společnosti s ručením omezeným či jiné subjekty, jejichž vlastníci (členové) neručí za závazky právnické osoby. To svědčí o tom, že konstrukce omezeného ručení právnické osoby je skutečně spojena s další rovinou zdanění. Na druhé straně nelze najít důkaz daňové diskriminace anonymity.

Anonymita vlastníků akciových společností je však omezena v některých konkrétních případech jiným způsobem, kdy zvláštní zákon mění dispozitivní ustanovení obchodního zákoníku o formách akcií na obligatorní. Tak např. obchodník s cennými papíry musí mít obligatorně akcie na jméno (§ 6 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu). Stejný zákon určuje akcie na jméno i pro burzu (§ 57). Zákon o kolektivním investování požaduje totéž i pro investiční společnosti (§ 60 zákona č. 189/2004 Sb.). Bankovní zákon pak stanoví obligatorní zaknihovanou podobu pro akcie bank s hlasovacím právem (§ 20 zák. 21/1992 Sb.). Totéž požaduje i zákon o pojišťovnictví pro pojišťovnu či zajišťovnu (§ 4 zák. 393/1999 Sb.).

## 2. Akcionářské tradice v naší zemi

Akcionářské tradice v naší zemi sahají až do období rakouské monarchie. Připomeňme si například úpravu akciové společnosti v „Obecném zákoníku obchodním“ č. 1/1863 Ř. z. nebo „Akciový regulativ“ č. 175/1899 Ř. z. Při pozorném čtení těchto dokumentů najdeme celou řadu ustanovení, která

<sup>3</sup> Před druhou světovou válkou byly např. v ČSR akciové společnosti, komanditní společnosti na akcie, těžířstva, společnosti s ručením obmezeným a právovárečná měšťanstva podrobeny zvláštní 9% dani výdělkové a k tomu ještě progresivní rentabilitní přírážce, která měla podle dosažené rentability největší progresi (až do výše 6 %). Pokud by namísto dividendy byl navýšen základní kapitál novou emisí z vlastních zdrojů, byly však tyto nové akcie zatíženy ještě další daní ve výši 15 % (zákon č. 76/1927 v úplném znění vyhlášeném ministerstvem financí v roce 1936 – z. č. 227/1936 Sb.).

lze v platných úpravách najít dodnes. Nelze se tomu divit, akciová společnost je forma podnikání univerzální a stejnou podobnost by vykazovaly i jiné právní úpravy. Z rakouských předpisů vycházela samozřejmě úprava poměrů akciových společností v době tzv. první republiky.

Zdálo by se, že socialismus po roce 1948 v etapě totálního znárodnění nebude mít pro akciové společnosti, výdobytku to moderního kapitalizmu, příliš pochopení. Ovšem i reálný socialismus měl obchodní vztahy s okolním světem a tam se zdálo být výhodné užívat formu akciové společnosti zejména z jednoho důvodu, z důvodu mechanismu omezeného ručení. Socialistický stát nechtěl riskovat, že někdo jeho jménem uzavře neúměrné závazky, které pak budou právními prostředky vymahatelné. Proto užíval pro organizace zahraničního obchodu formy akciové společnosti. V reformě šedesátých let se počítalo také s využitím určitých stimulačních prvků akciové společnosti pro akcionáře: Výrobní podniky nebyly dostatečně zainteresovány na výsledcích exportu, a proto se měly akcionáři exportních podniků stát výrobní podniky z oboru působnosti. Od sedmdesátých let měla ale tato skutečnost opět jen formální význam.<sup>4</sup>

Poměry akciových společností upravoval zákon o akciových společnostech č. 243/1949 Sb. Tento zákon vydržel s řadou změn až do samého počátku transformace; nahrazen byl až novým zákonem č. 104/1990, o akciových společnostech, z dubna 1990.<sup>5</sup> Konečně pak záhy došlo k další změně v právní úpravě akciových společností přijetím nového obchodního zákoníku, který opět jako souhrnný kodex upravil celou problematiku obchodních společností včetně společnosti akciové.<sup>6</sup> Obchodní zákoník poté prošel celou řadou (téměř třemi desítkami) novelizací; nejvýznamnější zásadní novelizace byly provedeny v letech 1996 (č. 142/1996 Sb.) a 2000 (zákon č. 370/2000 Sb.). Nyní se očekává další změna v procesu rekodifikace práva. V ní se počítá s přípravou širokého zákoníku občanského, který by jednotně upravil zejména smluvní vztahy a odstranil rozdílné úpravy, které dodnes platí v některých případech mezi občany a mezi podnikateli. Následně se očekává změna v úpravě obchodních společností (včetně společnosti akciové) v novém obchodním zákoně. Časový horizont těchto změn se nedá vzhledem k obtížnosti úkolu přesně předpovědět; lze však počítat s tím, že by změny měly být provedeny do roku 2010. Pracovní verze těchto norem již existují.

Od těchto nových norem v oblasti úpravy akciových společností se již nedá očekávat příliš mnoho převratných novinek. V současnosti byla již zcela převažující většina standardních institutů spojených s akciovými společnostmi do českého práva – přinejmenším formálně – implementována a byla také provedena důsledná harmonizace s příslušnými směrnici EU. Záměry nové normy v oblasti akciových společností proto odkazují věcně víceméně

<sup>4</sup> Podniky zahraničního obchodu byly v rámci monopolu zahraničního obchodu řízeny státem. Význam akcionářů byl v otázce řízení společnosti nulový. V některých případech dostávali akcionáři dividendy.

<sup>5</sup> Ostatní obchodní společnosti byly současně do českého práva zavedeny novelou hospodářského zákoníku (zákon č. 103/1990 Sb.). Jen akciová společnost tedy byla typem obchodní společnosti, který kontinuálně existoval od Rakouska až po ekonomickou transformaci devadesátých let.

<sup>6</sup> Tvorbu těchto norem uložil Scénář ekonomické reformy.

na současnou platnou úpravu. Smyslem nové normy je tedy spíše jen oproti dosavadnímu stavu zvýšit po technické stránce jednoznačnost, přehlednost a provázanost současné platné úpravy.

Budeme-li hodnotit současné normy z hlediska praktických uživatelů, pak můžeme jistě snést dlouhou řadu kritických připomínek. Nikdo jistě nepochybuje o tom, že změny v obchodním právu a právu obchodních společností byly na počátku devadesátých let průlomové; a s úctou je nutné hovořit o jejich autorech. To neznamená, že by si právní historie neměla klást mnohé otázky o alternativách. Např. I. Pelikánová se k tomuto tématu vyjádřila v tom smyslu, že hledání originálních cest mělo alternativu ve větším přejímání osvědčených zahraničních úprav, a zejména pak práva rakouského, resp. německého, které by také umožnilo plynější navázat na prvorepublikové, a tedy staré rakouské tradice: „Celá naše cesta byla zkomplikována i tím, že jsme nepřijali myšlenku recepce zákonů některého z vyspělých evropských států. Pro kvalitní novou legislativu jsme však neměli předpoklady. Tento rozpor zůstává dodnes nevyřešen a zčásti dokonce neuvědomen.“ (Pelikánová a kol., 1998, s. 41). Bylo totiž možné využít i další vývoj tohoto práva, poučit se z jeho problémů a příslušné judikatury. S odstupem času se zdá být takové hodnocení snadné. Technicky by šlo určitě o složitější cestu, alespoň na počátku.<sup>7</sup> Kdo z nás byl ale schopen dohlédnout alespoň na konec reformní ouvertury? I mnoho zahraničních expertů přece říká: nekopírujte nás, poučte se z našich chyb! Je nepochybné, že jsme hledali poučení v celé řadě zahraničních úprav. Zdá se však, že naše představa o skutečném fungování akciových společností byla prostě nezralá a prakticky dostatečně nepoučená – srov. (Pelikánová, 1996, s. 14). Dlouho jsme hledali problémy, kde nebyly, a nerespektovali jsme zdroje obtíží skutečných. A také jsme podlehlí iluzi, že už náš akciový novorozenec je schopen samostatného života v náročném prostředí.

Praktický uživatel ovšem při hodnocení příslušného období zpravidla poukazuje na nejistotu, které byl od počátku devadesátých let vystaven. Část této nejistoty plynula z objektivní situace – ostatně každá nová norma musí počítat přinejmenším s dočasnými interpretačními obtížemi. K tomu přistupovaly další faktory. Samo tržní prostředí se vyvíjelo s obrovskou dynamikou a právní úprava doslova pukala ve švech rychle rostoucího tržního hospodářství. Interpretace práva samozřejmě závisí především na rozhodnutí soudců, tedy na soudním aparátu; ten ovšem v devadesátých letech také procházel rozsáhlou rekonstrukcí a rozhodně neplnil úlohu pevného institucionálního bodu. Poslední otázkou je pak přístup exekutivy k přípravě příslušného právního prostředí: S odstupem času se nezdá, že by byl na úrovni závažnosti problému. Bez viny nejsou ani obě odborné obce, ekonomická a právní. Ekonomové v náčrtu reformy nerespektovali dostatečně význam institucí, a zejména práva, právníci (zejména soudci a státní zástupci) zase byli dlouho v zajetí extrémního pozitivizmu, který vylučoval tvůrčí aplikaci práva.

<sup>7</sup> I vyšší přebírání zahraničního práva by vzhledem ke specifikům ČR nemohlo znamenat čistě opisování. Otázkou je, zda jsme k plnění takového úkolu měli i kompetentní pracovníky a naopak by takový proces byl delší než zvolená cesta. Samo převzetí psané normy ještě neznamená, že tato norma bude i respektována. Ani dnes nevzniká mnoho norem, které by měly přímý vzor v nějaké zahraniční úpravě, ačkoli v podmínkách evropských směrnic by se to zdálo být účelné.

### 3. Nástup akciových společností

Akciové společnosti na samém počátku devadesátých let byly společnostmi jiného typu. Jednak šlo o již zmíněné organizace zahraničního obchodu a dále pak o malý počet podniků se zahraničními partnery. Několik joint-ventures se západními firmami bylo výsledkem až poslední etapy ekonomické „reformy“ v rámci socialismu. „Perestrojka“ v českém provedení jen váhavě přistupovala k otevírání prostoru pro podnikání, zatímco např. Maďarsko v této době již vykazovalo mnoho podobných podnikatelských forem s účastí západních partnerů. Každopádně existující společnosti užívaly především formu akciové společnosti, mimo jiné proto, že jiná forma omezení ručení vlastníka k dispozici nebyla, podobně jako nebyla jiná forma pro podnikání se zahraničním partnerem. Tyto společnosti však nevyužívaly jiné pro akciové společnosti typické základní prvky. Důvodem jejich existence především nebyla snaha získat kapitál mezi širokou obcí investorů (na kapitálovém trhu). Tyto akciové společnosti měly omezený počet vlastníků a postupy v rámci takového vlastnického vzorce byly bližší běžným smluvním vztahům.

To se rychle změnilo nástupem kuponové privatizace. Ta měla řešit problém privatizace majetku za nedostatku kapitálu. Bylo nepochybné, že objem majetku k privatizaci převyšuje možnost využít úspor obyvatelstva; navíc tyto úspory byly znehodnoceny poměrně vysokou inflací na počátcích reformy. Počátek reformy byl rovněž poznamenán obavami ze zahraničního kapitálu: obyvatelstvo reagovalo velmi citlivě na hesla o výprodeji národního bohatství, o podřízení zahraničnímu kapitálu apod. Věcně bylo dále zřejmé, že ochota investovat do nejistého československého hospodářství byla značně omezena i na straně potenciálních zahraničních investorů, a to tím více, že obdobné investiční možnosti se náhle nabízely i v ostatních post-socialistických zemích. Mnohé z nich navíc měly v přístupu k zahraničnímu kapitálu vytvořen nepopiratelný náskok. Kuponová privatizace se tedy zdála řešit oba problémy a ještě nabízela další výhody. Těmito výhodami bylo opuštění individuálního přístupu k privatizaci a nahrazení metodou „masovou“. Nemusely tedy být individuálně prodávány jednotlivé podniky a majetkové účasti, což by bylo velice zdlouhavé a obtížné odhadnutelné jak co do času, tak co do ceny a výsledku.<sup>8</sup>

Principem kuponové privatizace byla transformace privatizovaných podniků do formy akciových společností a následné převedení akcií do rukou účastníků privatizace na základě schématu dvou vln a předem neomezeného počtu kol kuponové privatizace. Stovky podniků byly převedeny do formy akciové společnosti tak, aby bylo možné privatizaci provést. Před privatizací byly podniky tedy již ve formě akciových společností. V daném okamžiku se také změnil subjekt, který podniky vlastnil, resp. který vykonával vlastnická práva. Od zakladatelských ministerstev přešla tato práva na nově formovanou instituci – Fond národního majetku (FNM).

FNM ovšem od samého počátku práva aktivně nevykonával, resp. vykonával je především formálně. Diskuze kolem tohoto faktu (Havel, 1997) zdů-

<sup>8</sup> Výhodu rychlosti kuponové privatizace dodnes zdůrazňují její tvůrci a propagandisté jako D. Tříška, V. Klaus, M. Hrubý, V. Rudlovec ad. (Louček, ed., 2002).

razňovala, že pokud by byly vytvořeny nějaké orgány, které by řídily podniky, logicky by zdržovaly privatizaci. Řízení podniků ze strany státu bylo samozřejmě nepopulární a v období krátce po listopadu 1989 dokonce velmi nepopulární. Svou roli zde sehrály i naivní představy sovětské „perestrojky“, která chtěla podnikům (pracovním kolektivům) poskytnout značnou nezávislost (Šulc, 1998). Konečně reformátoři nevěřili tomu, že by jakékoli státní orgány dokázaly zabránit rozkrádání: heslem tedy bylo co nejrychleji provést privatizaci a zároveň eliminovat tvorbu jakýchkoli institucí, které by mohly privatizaci zpomalit nebo jinak ohrožovat. Tříska se zmiňuje i o antiprivatizačních zájmech samotných transformačních institucí: „[...] již při zakládání těchto institucí se myslelo na jejich budoucí rušení. I u nás se prokázalo, jak může být obtížné se takových institucí zbavit. Všechny mají silnou tendenci zbytnět, v tom lepším případě si pro sebe hledají další a další úkoly, v tom horším případě systematicky brání vyřešení toho, proč byly založeny.“ (Loužek, ed., 2002, s. 16) Obdobné názory vyjadřují Klaus (tamtéž, s. 94), Holman (tamtéž, s. 98) či Loužek (tamtéž, s. 138). Na této argumentaci samozřejmě cosi bylo, většina manažerů i úředníků jistě netouží redukovat své hájemství, naopak spíše má sympatie pro expanzi. To je jistě obecný poznatek teorie managementu i ekonomické psychologie.

Výhradou proti argumentaci o škodlivosti koncipování státních orgánů odpovědných za hospodaření podniků v privatizaci je ovšem skutečná délka privatizačního procesu. Dnes se to zdá být neuvěřitelné, ale podle původních představ reformátorů měla být celá privatizace provedena v období dvou, maximálně tří let. Dnes autoři těchto představ zdůrazňují spíše motivační význam takového horizontu. Tím ovšem fakticky přiznávají, že v tomto období byly podniky ponechány svému osudu. Podniky nebyly řízeny a byly kontrolovány pouze formálně. Osudy podniků tak závisely do značné míry jen na morální a profesionální odpovědnosti jejich manažerů – a ta byla mnohdy obdivuhodná, mnohdy však zřetelně zcela chyběla. Přitom průměrná doba mezi počátkem reformy a okamžikem, kdy do podniku vstoupil akcionář, resp. kdy začala být aktivně vykonávána vlastnická práva, činila nejméně pět let. Počítejme společně: Reforma začíná listopadovou změnou, scénář ekonomické reformy byl vzat na vědomí parlamentem v září 1990. Předání akcií z první vlny kuponové privatizace proběhlo v dubnu 1993, o rok později pak byly předány akcie z druhé vlny kuponové privatizace. V důsledku roztržštěnosti vlastnictví akcií po kuponové privatizaci a skutečnosti, že podstatnou část akcií kontrolovaly investiční privatizační fondy státních bank, však trvalo zhruba rok až dva, než byly ustaveny akceschopné vlastnické koalice (Havel, 1997).

Fond národního majetku jako stoprocentní akcionář svá vlastnická práva vykonával především formálně. Zúčastňoval se sice valných hromad, volil orgány společnosti, schvaloval účetní závěrky a někdy i další potřebné dokumenty. Ministerstva se ovšem po dlouhou dobu nechtěla smířit s pasivní úlohou a od roku 1994 dosáhla toho, že na základě nucených smluv byl výkon akcionářských práv transferován zpět na ministerstva. Tedy: formálně byl vlastníkem státních akcií v akciových společnostech FNM, ten však delegoval v rozporu s tehdy platným právem výkon akcionářských práv zpět na zakladatelská ministerstva. V realitě tedy u zásadních rozhodnutí docházelo k negociaci mezi FNM a ministerstvy, v klíčových případech pak dokonce rozhodovala o některých věcech vláda. Tím se výkon akcionářských

práv definitivně rozdělil na tolik subjektů, že efektivní výkon vlastnictví byl ze strany státu fakticky znemožněn. Majetek státu zůstal po značnou dobu bez kontroly. To je stav, který přetrvává u neprivatizovaných podniků dodnes (2005); politicky vyhovuje, neboť řada hospodářských rozhodnutí v této sféře je potom předmětem politických her. Tyto hry určují do značné míry složení managementů, hospodářskou strategii, tvar a orientaci významných zakázek, sponzorskou politiku apod.

#### 4. Problémy minorit

Osudy minorit (a majorit) jsou typickým příkladem problémů akciových společností. Kuponová privatizace stvořila stovky akciových společností. Dále pak disociovala vlastnictví mezi obrovské množství akcionářů. Krátce po kuponové privatizaci byla většina akcionářů v pozici minorit. Komerční banka měla tehdy kolem 100 000 akcionářů, Česká spořitelna kolem 50 000 včetně více než 6 000 obcí a měst. Protože se minority neúčastňovaly valných hromad, vládl společnosti akcionář (akcionáři) s nejvyšším počtem akcií. Takovými akcionáři byl na počátku často stát a investiční fondy.

Stát si totiž ponechal některé podíly ve společnostech určené pro budoucí strategické partnery. Výše takového podílu nebyla standardizována. Někde šlo o čistou majoritu, jinde o významný minoritní podíl. V energetickém podniku ČEZ si stát ponechal po dvou vlnách kuponové privatizace dvoutřetinovou většinu, v distribucích (energetika, plyn) a bankách podle privatizačních projektů 45 % (IB, KB a ČS). Rozdílná řešení lze najít v případě důlních společností: v OKD a Mostecké uhelné si stát ponechal významnou minoritu (cca 46 %), v Severočeských dolech a Sokolovské uhelné akceptované privatizační projekty rozhodly o ponechání majority. Ve skutečnosti zůstalo státu obvykle o něco více než podíl určený v privatizačním projektu, protože v kuponové privatizaci se neudaly všechny akcie a FNM zůstaly ještě kuponové „zbytky“ v jednotkách procent.

Zcela novým subjektem mezi akciovými společnostmi se staly investiční fondy. Ty vznikly v podstatě spontánně jako reakce na kuponovou privatizaci.<sup>9</sup> Zároveň vznikly v první vlně kuponové privatizace bez jakékoli regulace.<sup>10</sup> Forma akciových společností v této době umožňovala jen podobu fakticky uzavřených fondů. Většina fondů byla obhospodařována investičními společnostmi na základě příslušných smluv. Fondy uzavřely tyto smlouvy před privatizací a obvykle stanovily poměrně složité podmínky pro jejich vypovězení. Přesto tyto smlouvy určitým způsobem vypověditelné byly a pozdější zákonné úpravy mnohé překážky odstranily. Proto smluvní forma jištění kontroly investičních privatizačních fondů musela být záhy doplněna

<sup>9</sup> Vůbec první fondy vznikly ještě před kuponovou privatizací v rámci skupiny IB (PIAS), později je založily i ostatní banky. Tyto fondy se ovšem odlišovaly od investičních privatizačních fondů.

<sup>10</sup> Akciové společnosti jsou upraveny zákonem. Vedle obecné úpravy obsažené v současnosti především v obchodním zákoníku existují ještě úpravy speciální, podle zvláštních zákonů. Ty se užívají tam, kde charakter podnikání vyžaduje vyšší kontrolu, vyšší standardy a ochranu zúčastněných subjektů. Takovými subjekty jsou u nás třeba banky, pojišťovny, obchodníci s cennými papíry, burza apod. Je nepochybné, že do tohoto okruhu patří i investiční fondy. Fondy pro první vlnu kuponové privatizace vznikly bez zvláštní normy a byly z právního hlediska obyčejnými akciovými společnostmi.



nákupem kontrolního balíku akcií. V počátečním období takový kontrolní balík představoval kolem pěti až deseti procent akcií, později až kolem třiceti procent.

První valné hromady akciových společností za účasti kuponových akcionářů se konaly na jaře roku 1993. Zde vznikly první deziluze nových akcionářů. Na valných hromadách bylo v důsledku značných obav o jejich průběh právo akcionářů klást dotazy (požadavky, vysvětlení) administrativně omezeno na nejnižší možnou zákonem přípustnou úroveň. Zpravidla se akcionářům neumožňovalo osobně na valné hromadě vystupovat, veškeré jejich podněty musely být na základě jednacího řádu výlučně v písemné formě. To umožňovalo sice urychlit průběh valné hromady a omezit počet dramatických situací, na druhé straně to však omezovalo možnost akcionářů aktivněji působit na rozhodování akcionářů ostatních, bezprostředně reagovat apod. Proto možnost takového omezení výkonu akcionářských práv později Nejvyšší soud v konkrétním judikátu označil za nepřípustnou.

Drobní akcionáři ovšem záhy zjistili, že jejich hlasy i „zásadní vystoupení“ mají jen symbolický význam. Jestliže na prvních valných hromadách byly v největších společnostech přítomny stovky drobných akcionářů, počty přítomných v následujících letech rychle klesaly. Drobný investor z kuponové privatizace byl postupně vystřídán kvalifikovaným drobným akcionářem, pro kterého je vlastnictví akcií jen pouhou vstupenkou na valnou hromadu, kde sleduje již poněkud jiné záměry. Na valných hromadách se tak v pozici drobných akcionářů dnes objevují novináři, analytici, zástupci konkurence a konečně také ti akcionáři, kteří se rozhodli k aktivnímu odporu vůči vedení společnosti a vůči záměrům majoritních akcionářů.

Jestliže si od samého počátku drobní akcionáři stěžovali, že jejich zájmy jsou přehlíženy, měli ve většině případů pravdu. Akciové společnosti např. nevyplácely dividendy, a to zpravidla ani v případech, kdy k tomu měly dostatečné zdroje. Vyplácení dividend a stanovení dividendové politiky je samozřejmě významný cenotvorný signál a politika nevyplácení dividend snižovala ceny akcií.

Druhou skutečností bylo, že v počátečních fázích transformace akciové společnosti výrazněji sledovaly zájmy majoritních akcionářů na straně jedné a managementů na straně druhé. Obě skupiny jednaly nebo musely jednat v určité vzájemné symbióze. Mnohdy byly tyto skupiny určitým způsobem propojeny, protože během kuponové privatizace mnohé managementy nebyly vůbec pasivní, ale založily investiční fondy orientované na nákup akcií jejich podniků, popř. uzavřely smlouvy s investičními fondy o nákupu kýžených akcií a samozřejmě aktivně skupovaly akcie mateřských podniků z trhu. Prostředky na podobné aktivity pak byly zhusta zpětně čerpány ze samotných privatizovaných podniků – tehdy se tomu říkalo „privatizační incest“. Velmi poučným příkladem tohoto typu je samozřejmě populární *causa IPB* (Kudrna a kol., 2002).

Zájmy těchto skupin byly často upřednostňovány na úkor drobných vlastníků. V důsledku takové politiky ceny akcií většiny privatizovaných společností klesaly a byly zpravidla výrazně nižší než vlastní kapitál připadající na jednu akcii. To opět umožňovalo majoritními akcionáři, aby nakoupil část akcií za podmínek, které nebyly v souladu se skutečnou cenou majetkové účasti v akciové společnosti. Dále můžeme mluvit o špatné informační

politice a jiných formách diskriminační politiky proti portfoliovým investořům. To a řada dalších neetických a nelegálních praktik (Havel, 1997), (Roberts, 2004), (Musílek, 2002) motivovaly k rozsáhlým úvahám na téma příčin problémů českých akciových společností (českého kapitálového trhu); zároveň to však bylo podnětem pro četné změny, ke kterým následně došlo.

## 5. Změny zákona, jejich kvalita a příklady efektů

Obchodní zákoník byl novelizován do roku 2003 celkem osmadvacetkrát a několikrát do něj zasáhly i nálezy Ústavního soudu. Nejvýznamnější změny, jak jsme již uvedli, byly přijaty v letech 1996 a 2000. Společným znakem těchto změn bylo doplnit do zákona chybějící instituty a dále precizovat dosavadní úpravu tak, aby umožňovala jednoznačnou interpretaci v případě institutů již zavedených. Samozřejmě se mluvilo o tom, že změny příslušných zákonů (nešlo jen o obchodní zákoník, šlo samozřejmě i o další normy, jako o zákon o cenných papírech nebo o zákon o investičních společnostech a investičních fondech, zákon o Komisi pro cenné papíry atd.) pomohou oživit důvěru v podnikání v ČR, budou dynamizovat objemy obchodů na kapitálových trzích apod. Součástí změn byla pochopitelně také harmonizace českého práva s unijními předpisy; v roce 2000 bylo právě to motorem změn. Ke změnám došlo i v trestní oblasti, kde v trestním zákoně přibyla celá řada hospodářských skutkových podstat a byly vytvořeny specializované útvary policie, státního zastupitelství, zlepšila se kvalifikace soudců, soudních znalců apod. Přesto v řadě oblastí problémy přetrvávají. Pokusme se proto na příkladě některých institutů demonstrovat, odkud se tyto problémy berou.

Předně bychom se měli vyjádřit k úrovni našich zákonných norem, které jsou jistě základem praktického jednání naší ekonomické i právní veřejnosti. Dědič, Kříž a Štenglová (2001, ss. 213–214) v popisu jednoho teoretického sporu bezděčně komentují celkovou úroveň naší základní podnikatelské normy: „[...] podotýkáme, že terminologie obchodního zákoníku je (nejen v důsledku četných novel) tak nejednotná a i jinak problematická, že zakládat argumentaci určitého závěru právě jen na použitém vyjádření není dost dobře možné. Zejména novelizace [...], která vznikla na základě poslaneckého návrhu a byla široce dotvářena až v parlamentu v projednávání ve výborech i v plénu na základě dílčích připomínek a námětů různých subjektů, nemůže být v tomto směru spolehlivým vodítkem.“ Citovaní autoři nepochybně vědí, o čem mluví; dva z nich byli u tvorby nebo alespoň oponentury nejvýznamnějších změn tohoto zákona v posledních osmi letech – jsou tedy nesporně z těch nej kvalifikovanějších, kteří se takto mohou vyjádřit.

Takové vyjádření ovšem není nijak výjimečné – srov. (Havel, 1996, 1998), (Pelikánová, 1997), (Eliáš, 1999). Naše zákony jsou co do obsahu i formy skutečně ještě nedokonalé a ani největší právní autority se nad výkladem sporných pasáží mnohdy neshodnou. Pokud bychom hledali důvody tohoto dlouhodobě tristního stavu, musíme hledat především v našem systému tvorby ekonomických zákonů. Samozřejmě nelze přehlížet objektivní determinaci: v České republice prostě nefungovalo obchodní právo po dlouhou dobu a jeho resuscitace po roce 1989 byla mimořádně náročným procesem.<sup>11</sup>

TABULKA 1 Počty Poslaneckou sněmovnou ČR přijímaných zákonů

rok	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
počet zákonů	69	73	36	54	44	69	108	96	135	87	42

zdroj: PS PČR

Zákony byly sepisovány odborníky především z „ochoty“, a nikoli jako program v první hladině důležitosti. Zákony v podstatě vždy sepisovali titíž lidé, je otázkou, v jakých podmínkách a termínech. Autor má za to, že tyto podmínky (a nejde jen o finanční odměnu) byly nedůstojné a že management tohoto procesu byl žalostný. Na samotném počátku bylo jistě obrovské nadšení pro tvorbu příslušných právních norem a tento entuziasmus umožnil vytvořit v podstatě samotný základ právní úpravy podnikání. Počty přijímaných zákonů v letech 1990 až 1992 jsou v novodobé historii naší země srovnatelné pouze s obdobím 1919 až 1922 (Knap a kol., 1998, s. 276). Další vývoj již tak pozitivní nebyl; po volbách v roce 1992 s odchodem M. Čalfa a P. Rychetského z vlády význam právní kultury významně poklesl. Po roce 1998 s návratem Rychetského význam práva evidentně stoupá (jde o populární „legislativní smršť“). Vzestup legislativní aktivity lze doložit i kvantitativně, protože počty norem přijímaných v tomto období rychle stoupaly s vrcholem aktivity v letech 2000–2002 (viz *tabulka 1*).

Kromě počtů přijímaných zákonů je významná i skutečnost, že dochází právě ke klíčovým změnám. V oblasti kapitálového trhu jde nejen o zmiňovanou novelu obchodního zákoníku z roku 2000 (novela z roku 1996 byla poslaneckou aktivitou!), ale pro akciové společnosti jsou podstatné i změny dané novými zákony o podnikání na kapitálovém trhu, zákonem o kolektivním investování a zákonem o dluhopisech. Pro tuto aktivitu je příznivá zásadní harmonizace s právem EU, k níž se země dříve zavázala; nicméně přetrvávají četné nedostatky. Z manažerského hlediska a hlediska finanční dotace legislativy zůstává téměř vše při starém. Přetrvávala tedy situace, kdy stát paradoxně raději platil desítky miliard korun za špatné právní prostředí (příliv kapitálu, nerealizované zisky, resp. daně, prohrané arbitráže apod.), než by efektivně uvolnil desítky nebo stovky milionů na tvorbu odpovídajícího práva. A nám zůstává než smeknout klobouk před lidmi, kteří v takových podmínkách vyvíjejí alespoň takovou aktivitu, která nám zaručuje pomalý pokrok a elementární harmonizaci se směrnicemi EU. Také představa, že by nové právo v hospodářské oblasti vznikalo v plodné diskusi ekonomické a právní obce, je iluzí; obě komunity spolu jednájí zřídka a společné projekty téměř neexistují. Ekonomové kdysi sice poukazovali na zaostávání práva za ekonomik (Havel, 1998), ve skutečnosti právníkům jen málokdy dokázali sdělit svou představu, která by respektovala elementární rámec právních disciplín.

Pojďme nyní k vybraným konkrétním příkladům, od kterých si autoři slibovali významné zlepšení situace. Novela obchodního zákoníku z roku 1996 např. zavedla pojmy jako jednání ve shodě a povinnost takovou shodu ozná-

<sup>11</sup> V tom byla ČR v horší pozici než Maďarsko a Polsko, v nichž před rokem 1990 fungovaly významné soukromé segmenty, včetně příslušných právních institucí.

mit. Shodou se mínila situace, kdy akcionáři uzavřou dohodu a postupují v závažných otázkách řízení společnosti společně, jako kdyby byl ve společnosti akcionář jeden. Pro orientaci minoritního akcionáře má signalizace takové situace obrovský význam. Nebyl to institut bez sankce, ba naopak ti, kdo jednání ve shodě nenahlásili, byli tehdy podle zákona trestáni ztrátou hlasovacích práv na celý jeden rok. Zdálo se, že zákon ukončil období tajných dohod a učinil pořádek v signalizaci vlastnických vztahů. Opatření se však ukázalo jako naprosto bezzubé. S výjimkou vzájemných hrozeb zúčastněných akcionářů nebylo možné příslušnou věc nijak prosadit; délka sankce byla kratší než nejkratší tehdy představitelné jednání soudní instituce, takže opatření bylo negováno českou soudní praxí, kdy si podání nějaké strany nejméně rok nikdo nevšimne, a pokud ano, lze v daném termínu tak jako tak těžko provést obtížné dokazování, zejména když se doba jednání na základě uplatněných advokátních praktik příslušně protahuje. Kromě toho byla sankce zřejmě zhojitelná převodem na jiné osoby. Přestože dnes byla věc upravena a určité pravomoci zde získala Komise pro cenné papíry, která je podstatně rychlejší než soudy, praktický význam institutu je nadále minimální.

Dalším z nástrojů, který měl ochránit práva minoritních akcionářů, byly povinné odkupy akcií minoritních akcionářů akcionářem (akcionáři jednajícími ve shodě), který ve společnosti dosáhl majority. Akcionář v takovém případě získal právo se rozhodnout, zda si akcie ponechá, či zda je nabídne k odkupu. I v tomto případě ovšem bylo možné odkupy obejít. Jednak opět postačovalo ponechat v tajnosti dohody mezi akcionáři nebo „zaparkovat“ část akcií, která by zakládala povinnost odkupu, u jiného subjektu. Jednak i tam, kde se odkupy podstupovaly, byly uskutečňovány za minimální ceny, protože tyto ceny se odvozovaly od cen na kapitálovém trhu a ty byly v případě nezájmu o společnost poměrně velice nízké, samozřejmě pokud nebyly, jak bylo při minimálních objemech obchodů jistě možné, manipulovány. Přestože v současnosti je již tento institut upraven a ceny se počítají na základě názorů znalců, tento institut do férového fungování akciových společností mnoho nepřinesl a pro autory skončil spíše fiaskem.

Podobné osudy mělo i požadování plnění informačních povinností, zavedených především novelou zákona o cenných papírech z roku 1996. Tato novela požadovala, aby emitenti veřejně obchodovatelných (dnes registrovaných) cenných papírů zpracovávali roční zprávy s vymezeným obsahem a pololetní zprávy, a dále stanovila způsob publikace těchto a dalších zpráv, které by mohly ovlivnit cenu příslušných cenných papírů. První kontroly plnění těchto povinností prokázaly, že stovky společností se plněním těchto povinností zatěžují jen minimálně. Po teatrálním udělení vysokých pokut ze strany Komise pro cenné papíry (které nakonec nebyly zaplacený) byl nastolen elementární pořádek. Společnosti připravují a publikují příslušné zprávy, aby tak formálně naplnily zákon. O efektivitě tohoto postupu pro akcionáře se dá ovšem nadále pochybovat. Aktuální informace, které mají zásadní vliv na kurz akcií, publikují důsledně snad jen finanční instituce, u ostatních podniků se o tom poměrně důvodně pochybuje.

S rozvojem akcionářských práv se také otevřel značný prostor pro akcionářské žaloby. Tyto žaloby mají ochránit práva akcionářů, zejména minoritních; prakticky jsou však užívány v opačné poloze, tedy jako vydírání ma-

goritních akcionářů a požadování neoprávněných kompenzací. Pomalost rozhodování soudů zde dává obrovský prostor, protože smyslem mnoha žalob není dosáhnout právního vítězství ve sporu, ale jen na dlouhou dobu zabránit protistraně v určitém konání, které pro ni má ocenitelnou povahu. Sama existence sporu, nikoli jeho výsledek, se stala prostředkem nevybíravého nátlaku. Zákon samozřejmě dnes proklamativně stanoví, že zneužití většiny je stejně nepřipustné jako zneužití menšiny, naplnění této proklamace příslušným soudním rozhodnutím je ovšem velice obtížné. Zásadní komplikací je určitě to, že soudci (právníci) mnohdy prostě nerespektují ekonomickou podstatu sporu. Mnoho rozhodnutí je přijato proto, že lze najít nějaké jejich formální odůvodnění; avšak skutečnost, že v principu odporují elementárnímu ekonomickému pohledu, je považována za vedlejší.

Cesta, která se volí jako řešení, není podle názoru autora zcela ideální. Zákony (úprava akciových společností i jiné normy) stále bytní o popis dalších a dalších situací, které mohou nastat. Toto bytnění zákonů je často dáno neschopností soudce reflektovat ekonomickou podstatu věci. Přitom cesta doplňování norem o nové situace je v mnoha případech absurdní, protože z matematického hlediska je množství kombinací, které mohou vzniknout, nekonečné a z praktického hlediska jsou mnohé situace navíc nepředvídatelné. Cesta, kdy nežádoucí efekt musí napřed vzniknout, aby mohl být v zákoně popsán a zakázán, je marná. Opačnou cestou je výchova ekonomicky vzdělaného soudce (právníka), který umí obecněji formulovanou normu uplatnit na konkrétní případ.

## 6. Lze vývoj v tuzemské akcionářské demokracii nějak zobecnit?

Jak vyhodnotit důsledky změn zákonů a právních institucí v ČR? Význam změn českého práva v oblasti akciových společností je nepochybně pozorovatelný a lze prokázat jistá pozitiva. Tak např. české právo v současné době v případě akciových společností již obsahuje prakticky všechny instrumenty, které můžeme najít v právu rozvinutých zemí. Je nepochybně plně harmonizováno s právem (směrnicemi) EU.<sup>12</sup> Na druhé straně autor statě opakovaně upozorňoval na skutečnost, že mnoho institutů existuje stále v podobě, která na řadu velmi praktických otázek dává jen mlhavou odpověď. Mnoho institutů zde sice formálně může prokázat svou přítomnost, nicméně jejich formální existence ještě není zárukou jejich optimálního fungování praktického.

Otázkou zůstává efektivnost instituce náročnému psaného práva v situaci, kdy ostatní instituce vyspělého trhu jsou ještě v nižší fázi vývoje. Přísné právo se v situaci nízkého právního vědomí, zejména pak v situaci všeobecně nízké ochoty respektovat toto právo, máji účinkem. Právo není institucí, která může být užívána univerzálně bez ohledu na podmínky. Právně, tj. zákonem, lze klidně popřít existenci přírodních zákonů, neznamená to však, že by právo bylo účinným prostředkem k tomu, aby objek-

<sup>12</sup> Evropská komise (2003, s. 10) k tomu přijala jasné hodnotící stanovisko: „V oblasti práva obchodních společností jako takového Česká republika přiblížila svou legislativu k *acquis*. Dále je třeba usilovat o zlepšení administrativní kapacity a celkového obchodního prostředí (zejména účinného vymáhání rozsudků v komerčních záležitostech).“

tivní přírodní zákony přestaly platit. Obdobně je tomu i u společenských zákonitostí; i ty mají do značné míry autonomní vývoj bez ohledu na ta nejkrásnější přání zákonodárců, ekonomů i právních teoretiků. Společenské instituce se prostě vyvíjejí zpravidla postupně a ve vzájemné vazbě.

Kdybychom chtěli postupovat korektně, museli bychom zavádět jen takové právní instituty, které jsou ideálně vymahatelné právní nebo ekonomickou sankcí nebo u nichž existuje obecná ochota je respektovat. Oproti tomu lze argumentovat tím, že právní úprava musí mít i motivační polohu, tedy že jsou přípustné i ty instituty, které jsou sice žádoucí, ale pravděpodobně nebudou splňovat výše naznačený test. Na druhé straně však široké a efektivně nesankcionované nerespektování právních opatření motivuje nerespektování instituce práva. Pragmatik ovšem cynicky poznamená, že na takové úvahy nebyl v pádící transformaci čas. Obávám se, že jeho poznámka je pravdivá.

Přísné právní normy také rozdělují subjekty práva do několika kategorií. Různé subjekty vzhledem ke svým konkrétním vazbám respektují právo v různé míře. Např. velké banky vzhledem k svému *reputačnímu kapitálu* musejí zpravidla demonstrovat svůj absolutní soulad s právem; podobně to musejí činit velké mezinárodní subjekty, které významnou část svých externích zdrojů čerpají ze světových kapitálových trhů. Zpřísněním práva, jehož dodržování se ovšem obecně nevyžaduje (má nízkou vymahatelnost), dochází k rozšiřování této škály stupňů respektování práva, tedy k otevírání nůžek v míře respektování práva. Připustíme-li pak, že dodržování zákona je spojeno s nezanedbatelnými náklady (a v praxi se mnohdy jedná o náklady nemalé – viz povinné odkupy) a s eliminací některých možných podnikatelských postupů, pak zpřísnění práva vede ke srovnatelné nevýhodě pro subjekty, které právo dodržují: ty se pak ocitají v relativně horších podmínkách. Naproti tomu subjekt, který právo v podmínkách jeho extrémně špatné vymahatelnosti nedodržuje, získává vůči subjektu, který jedná právně bezvadně – ať už v důsledku morálky, nebo specifického ekonomického tlaku –, značnou výhodu. Tak vzniká významný paradox: zpřísnění práva za podmínky jeho nízké vymahatelnosti se ekonomicky obrací především proti subjektům, které zpřísněné právo dodržují. Naopak pro desperátní subjekty je za podmínky nízké vymahatelnosti práva výhodné právo co nejprísnejší. Všichni víme, že zavedení prohibice bylo kdysi výhodné především pro mafiány. Zobecnit tuto zkušenost na českou realitu se nám však nepodařilo.

Subjekty na českém trhu se však se situací dokázaly nějakým způsobem vyrovnat. Špatná kvalita norem a jejich mizivá vymahatelnost v ekonomicky relevantním čase vedla k volbě takového uspořádání akciových společností, které minimalizovalo možná rizika. Můžeme se shodnout na tom, že problémy se kumulovaly zejména u akciových společností z kuponové privatizace, tedy tam, kde toto řešení vzniklo ještě na stole centrálního „plánovače“ privatizačního procesu. Nově zakládané akciové společnosti, které vznikly na základě nových ekonomických skutečností a byly založeny nikoli úředníky, ale podnikateli, mívají jediného akcionáře nebo velmi omezený okruh akcionářů. Společnosti z kuponové privatizace se postupně zbavují veřejné obchodovatelnosti (registrace, kotování) svých akcií, obvykle tak, aby našly cestu, která umožňuje vyhnout se povinnému odkupu. Re-

TABULKA 2 Vývoj počtu akciových emisí na Burze cenných papírů Praha

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
akcie celkem	971	1 028	1 716	1 670	320	304	195	151	102	79	65	55
hlavní trh	3	34	62	44	45	10	8	5	5	5	5	6
vedlejší trh	–		6	52	58	96	81	60	48	41	34	29
volný trh	968	994	1 648	1 574	217	198	106	86	49	33	26	20

zdroj: BCPP (<http://ftp.pse.cz>)

strukturalizace některých společností pak ze společnosti vyloučila některé minoritní akcionáře.

Uvedené trendy lze snadno prokázat na číslech. Pro ilustraci mají největší vypovídací hodnotu údaje z pražské burzy; zde se na počátku transformace obchodovaly všechny kuponové emise, později se zde koncentrovaly už jen tituly s akceptovatelnými objemy obchodování. Přitom skutečně živě obchodované tituly lze hledat na hlavním trhu burzy, jehož pouhých pět či šest emisí představovalo zhruba 80 % objemu akciových obchodů. Ve srovnání s původními více než 1 700 tituly (akciové společnosti a investiční fondy z kuponové privatizace) uváděl k 1. 9. 2004 orientační přehled Komise pro cenné papíry pouhých 141 kotovaných akciových emisí. Celkově tedy přežila sotva dvanáctina původních emisí (viz *tabulka 2*).

Obava před špatnou právní ochranou a zneužitím minoritních práv vedla u významných investorů dlouhodobě k eliminaci možnosti se o podnik dělit s početnějšími českými minoritními akcionáři. Z vlastní zkušenosti na ministerstvu financí může autor uvést, že např. Volkswagen byl znepokojen variantou, že by asi 30% zbytek akcií Škody Mladá Boleslav byl distribuován v jakékoli formě na český kapitálový trh. Nakonec dosáhl toho, že mu stát tuto zbývající část akcií přímo prodal. Obdobně Erste Bank se rozhodla koncentrovat své vlastnictví České spořitelny tím, že stáhla registraci jejích akcií na veřejných trzích a nabídla příslušný povinný odkup. Na pražské burze nahradily akcie České spořitelny akcie samotné Erste, pochopitelně kryté předvídatelným režimem rakouského obchodního práva a rakouského soudnictví. Konečně třeba i Appian Group zvolil při restrukturalizaci Mostecké uhelné model sloučení, které nakonec z nové společnosti zcela vyloučilo drobné akcionáře. I české právo po letech sankcionované „ochrany“ setrvávání emisí akcií na veřejných trzích nabídlo po roce 2000 i způsoby nesankcionovaného odchodu z těchto trhů, ať už na základě faktu, že emise nedosahuje požadované tržní kapitalizace, nebo na základě rozhodnutí o změně podoby akcií.

Příkladem určité nedůvěry v české institucionální prostředí může být ale i s velkou slávou vítaná emise Zentivy, která byla po dlouhé době první a rozhodně pak první velkou primární akciovou emisí na tuzemském kapitálovém trhu. Na burze se totiž ve skutečnosti obchoduje subjekt založený podle jiného (nizozemského) než českého práva s domicilem v Amsterdamu. Tento nizozemský subjekt je pak majitelem subjektů podnikajících v ČR a na Slovensku. Je nepochybné, že kromě předpokládaných daňových motivací tohoto uspořádání nizozemský domicil také zvyšuje důvěru investorů a omezuje prostor pro účelové žaloby minoritních akcionářů.

Pokud velké podniky vůbec přece jen chtějí využívat českého kapitálového trhu, orientují se především na trh dluhopisů. Z tohoto trhu totiž neplynou taková rizika pro správu společnosti. Majitelé dluhopisů nabývají určitých dodatečných práv vůči akciové společnosti jen ve vymezených krizových momentech, za běžných podmínek jsou od společnosti zřetelně odděleni.

Mezi důvody snah o silně majoritní až absolutní ovládnutí podniků patří jistě i původ většiny investorů. V ČR se objevují obvykle investoři evropští, ze zemí s historicky sekundární úlohou kapitálového trhu vůči bankovnímu sektoru. Zejména němečtí investoři byli charakterističtí svou nedůvěrou v české kapitálové trhy a v české institucionální prostředí. V posledních několika letech novým emisím akcií samozřejmě nepřeje ani celková situace na finančním trhu; extrémně nízké úrokové sazby posunují úvahy o emisi akcií a jejich umístění na trhu mezi ty dražší varianty řešení finančních potřeb.<sup>13</sup>

Můžeme tedy uzavřít, že hlavním důvodem přehlížení zájmů drobných akcionářů a chování se vůči nim jako vůči obtížnému hmyzu byla skutečnost, že majoritní akcionáři a managementy akciových společností z akciového segmentu kapitálového trhu neočekávali – až na naprosté výjimky – žádné další zdroje financování. Akcie většiny podniků se na veřejných trzích obchodovaly obvykle hluboko pod svou nominální hodnotou a nová emise akcií byla u zcela převažující většiny podniků nepředstavitelná. Akcií byl na trhu zřetelný přebytek a zároveň obvykle existoval významný rozdíl mezi tržní cenou akcie a vlastním kapitálem připadajícím na jednu akcii. Navíc by v době konstituování rozhodujících vlastnických skupin nová emise mohla značně ovlivnit i tento proces. Povinnosti, které měl podnik z faktu, že jeho akcie byly registrovány, byly vnímány pouze jako dodatečná administrativní a finanční zátěž podniku, nikoli jako standardní náklad na získání nutného kapitálu. Protože z pozice minoritních akcionářů bylo možné torpédovat řadu důležitých rozhodnutí podniku, dopad existence bohaté akcionářské struktury umocněné registrací na veřejných trzích byl vnímán jako záporný. Odtud byly potom motivovány snahy poskytovat minoritním akcionářům minimum příležitostí k akci, minimum informací a minimum požitků (dividend, přednostních práv apod.). Naopak odtud plynuly nevybíravé tlaky na minoritní akcionáře, aby se svých podílů ve společnostech vzdali, a to pokud možno za podmínek, které pro ně nebyly nijak lukrativní.

## 7. Závěr

Prudký kvantitativní rozvoj organizačních forem akciových společností v jejich nejbohatší možné struktuře, tedy včetně minorit a veřejné obcho-

<sup>13</sup> Z pohledu investora je financování novou emisí akcií obecně dražší variantou než úvěrování. Důvod je daňový. Zatímco úroky jsou součástí nákladů, dividendy projdou zdaněním zisku a dále srážkovou daní. Navíc úroky jsou spojeny s větší jistotou, protože dividendy mohou být vypláceny ze zisku společnosti. Potřeba vlastního kapitálu u společností pracujících s cizím kapitálem roste s náklady na cizí zdroje. Jsou-li cizí zdroje dostupné a levné, nemá společnost potřebu doplňovat vlastní kapitál ze zdrojů investorů, nenarazí-li na věřiteli neakceptovatelný objem zadluženosti. Paradox je v tom, že při nízkých úrokových sazbách jinak roste ochota investovat do akcií, jež stojí proti neochotě současných (a zejména majoritních) akcionářů dělit se o budoucí zisky, včetně zisků kapitálových. V ČR také subjekty, které by měly šanci na financování z veřejné emise akcií, mají v současnosti dobrý poměr vlastních a cizích zdrojů.



dovatelnosti (registrace) akcií, jako předpoklad či poté důsledek kuponové privatizace nebyl na počátku transformace adekvátní stupni připravenosti psaného práva, vynucovacích institucí, právního vědomí a nebyl jistě adekvátní ani danému stupni rozvoje tržní etiky. Nerozvinuté a neefektivní formy akcionářské demokracie vedly v ČR ke značnému objemu škod, které byly způsobeny jak minoritním, tak majoritním akcionářům.

Praxe na tuto skutečnost reagovala zjednodušením vlastnické struktury akciových společností a ústupem od registrace akcií tak, aby nedocházelo k akcionářským konfliktům. To spolu s jinými významnými faktory vedlo ke značné kontrakci akciového segmentu kapitálového trhu.

Jakkoli byla část problémů úpravy akciových společností formálně odstraněna, přetrvávají problémy s interpretací, a zejména vymahatelností některých pasáží právních norem a české akciové právo (právo obchodních společností) nenabylo stále ještě svou definitivní podobu, ačkoli jsou v něm dnes již prokazatelně přítomny veškeré standardní instituty známé z vyspělých trhů. Jakkoli právní vědomí v této oblasti roste a roste i vymahatelnost práva a kvalifikovanost příslušných institucí státu, z důvodu institucionální nepředvídatelnosti nelze v blízké budoucnosti očekávat zásadní zlom v přístupu investorů k českému akciovému trhu a k užití složitějších variant uspořádání akciových společností.

## LITERATURA

- BENÁČEK, V. (2003): Historical Perspectives of Growth, Integration and Policies for Catching-up in Transition Countries. *Prague Economic Papers*, 2003, no. 1, pp. 3–17.
- BOHATÁ, M. (1998): Some Implications of Voucher Privatization for Corporate Governance. *Prague Economic Papers*, 1998, no. 1, pp. 59–65.
- DĚDIČ, J. – KRÍŽ, R. – ŠTENGLOVÁ, I. (2001): *Akciové společnosti*. 4., přepracované vydání. Praha, C. H. BECK, 2001.
- DĚDIČ, J. – PAULY, J. (1994): *Cenné papíry*. Praha, Prospektrum, 1994.
- DĚDIČ, J. a kol. (1998): *Právo obchodních společností*. Praha, Prospektrum, 1998.
- ELIÁŠ, K. (1994): *Obchodní společnosti*. Praha, C. H. BECK, 1994.
- ELIÁŠ, K. (1999): *Obchodní zákoník, poznámkové vydání s výběrem judikatury*. Praha, Linde, 1999.
- ELIÁŠ, K. (2000): *Akciová společnost*. Praha, Linde, 2000.
- Evropská komise (2003): Souhrnná monitorovací zpráva o připravenosti ČR na členství v EU. *Ekonom – příloha*, 2003, č. 47.
- Fond národního majetku (1992–2004): *Výroční zprávy FNM*.
- HAVEL, J. (1997): Chování subjektů v privatizaci. *Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky*, 1997, č. 7.
- HAVEL, J. (1998): České kapitálové trhy – iluze a horká skutečnost. *Finance a úvěr*, roč. 48, 1998, č. 10. ss. 608–619.
- HAVEL, J. (1998): Ekonomika a právo v transformaci. *Politická ekonomie*, roč. 46, 1998, č. 6, ss. 869–874.
- HAVEL, J. (2000): *Úvod do úpravy kapitálových trhů*. Praha, Karolinum, 2000.
- HAVEL, J. (2004): Czech Banking – the Privatization Challenge. In: Mejstřík, M.: *Cultivation of Czech Financial Markets*. Prague, Karolinum, 2004.
- HAVEL, J. a kol. (1996): *Obchodní zákoník (srovnávací znění po novelizaci)*. Praha, Bohemia Iuris Kapitál, 1996.

- KLUSOŇ, V. (2002): *Instituce a odpovědnost*. Praha, *Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky*, 2002, č. 8.
- KNAPP, V. a kol. (1998): *Tvorba práva a její současné problémy*. Praha, Linde, 1998.
- KNOT, O. – VYCHODIL, O. (2005): What Drives the Optimal Bankruptcy Law Design? *Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance*, vol. 55, 2005, no. 3-4, pp. 110–123.
- KOČENDA, E. (2000): Zbytkový státní majetek a vlastnická práva. *Politická ekonomie*, 2000, č. 3, ss. 393–400.
- KOČENDA, E. – LÍZAL, L. (2002): *Český podnik v české transformaci*. Praha, Academia, 2002.
- KOČENDA, E. – LÍZAL, L. (2002): Vývoj českých podniků v období transformace: stručný přehled. *Politická ekonomie*, 2002, č. 4, ss. 473–484.
- Komise pro cenné papíry Praha (2001): *Analýza příčin nerealizování IPO v ČR*. Praha, KCPP, 2001.
- KOUBA, K. (1997): Privatization as a Process of Property Right Redistribution. *Prague Economic Papers*, 1997, č. 4, ss. 295–303.
- KOUBA, K. (2004): Transformace a privatizace v původních představách a třináct let poté. In: Kouba, K. – Vychodil, O. – Roberts, J.: Privatizace bez kapitálu. *Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky*, 2004, č. 4, ss. 3–40.
- KUDRNA, Z. a kol. (2002): *Vzestup a pád Investiční a poštovní banky*. Praha, e-Merit, 2002.
- LOUŽEK, M. (ed.) (2002): *Kuponová privatizace*. Sborník textů. Praha, Centrum pro ekonomiku a politiku, 2002.
- MLČOCH, L. (1997): *Zastřená vize ekonomické transformace*. Praha, Karolinum, 1997.
- MLČOCH, L. (2000): *Úvahy o české ekonomické transformaci*. Praha, Vyšehrad, 2000.
- MLČOCH, L. – MACHONIN, P. – SOJKA, M. (2000): *Ekonomické a společenské změny v české společnosti po roce 1989 (alternativní pohled)*. Praha, Karolinum, 2000.
- MUSÍLEK, P. (2002): *Trhy cenných papírů*. Praha, Ekopress, 2002.
- PELIKÁNOVÁ, I. (1996): *Komentář k obchodnímu zákoníku*. 3. díl. Praha, Linde, 1996.
- PELIKÁNOVÁ, I. (2001): *Komentář k obchodnímu zákoníku*. 2. díl. Praha, Linde, 2001.
- PELIKÁNOVÁ, I. a kol. (1998): *Obchodní právo*. 2. vyd. Praha, Codex Bohemia, 1998.
- ROBERTS, J. (2004): Privatizační a úvěrové hry v průběhu velké privatizace. In: Kouba, K. – Vychodil, O. – Roberts, J.: Privatizace bez kapitálu. *Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky*, 2004, č. 4, ss. 85–106.
- ROSS, S. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 1973, vol. 63, no. 2, pp. 134–139.
- Scénář ekonomické reformy. Praha, *Hospodářské noviny*, 4. 9. 1990.
- SPENCE, M. – ZECKHAUSER, R. (1971): Insurance, Information and Individual Action. *American Economic Review*, 1971, vol. 61, no. 2, pp. 380–387.
- ŠULC, Z. (1998): *Stručné dějiny ekonomických reforem*. Brno, Doplněk, 1998.
- Ústav státu a práva AV ČR: *Systém právních informací LEGSYS*. [www.legsys.cz](http://www.legsys.cz)
- VYCHODIL, O. (2004): Dopady postprivatizační koncentrace vlastnictví na výkonnost českých podniků. In: Kouba, K. – Vychodil, O. – Roberts, J.: Privatizace bez kapitálu. *Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky*, 2004, č. 4, ss. 41–84.

## SUMMARY

JEL Classification: B52, G28, K11, K42, O17, P21

Keywords: corruption – evolution – institutions – joint-stock company – legal framework – privatization – transition

# Shareholder Democracy in the Czech Republic

Jiří HAVEL – Institute of Economic Studies, Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague  
(havel@mbox.fsv.cuni.cz)

Joint-stock companies are among the most fundamental components of a market economy. „Voucher privatization“ in the Czech Republic saw an abrupt mushrooming of joint-stock companies where none had appeared for over a generation. This occurred in an environment lacking in guiding institutional frameworks, offering only minimal protection for both minority and majority shareholders, which handicapped the country's capital-market development. Beginning in 1996, several improvements of the institutional framework were implemented. Now Czech commercial law is largely harmonized with European standards. Weaknesses still persist in enforcement, however, and as such, both foreign and domestic investors prefer simpler forms of organization to limited-liability companies.